

2021 年 03 月 31 日

总量指引有限，亮点在结构

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

景气高点已现、结构分化明显，关注外贸链、服务消费链上部分领域景气改善。

● **制造业 PMI 指数季节性回升，出口链带动中、小企业中枢重回景气扩张区间**
制造业 PMI 指数季节性回升，出口链景气相对较高。3 月，制造业 PMI 指数录得 51.9%，较上月回升 1.3 个百分点；春节因素干扰使得 2 月 PMI 偏低，3 月 PMI 回升幅度基本符合近年来经验规律，2016 年以来春节在 2 月对应 3 月 PMI 回升幅度为 1.2-1.3 个百分点。主要行业来看，专用设备、电气机械、计算机通信电子、化纤橡胶、纺织服装等与出口紧密相关行业，景气较高、PMI 指数上升较快。

不同规模企业景气分化有所收敛，中、小型企业指数重回景气扩张区间。3 月，大、中、小型企业 PMI 指数，分别较上月回升 0.5、2、2.1 个百分点；其中，中、小型企业指数重回景气扩张区间。中小企业景气或受出口提振，3 月 PMI 新出口订单，大型企业回落 1.6 个百分点，而中、小型企业分别回升 7.7 和 13.5 个百分点；类似地，大型企业生产经营预期明显回落，而中、小型企业不同程度回升。

● **产、需指标均回升，生产经营活动预期回落，出口新订单重回景气扩张区间**
生产景气仍处高位，生产经营活动预期回落。3 月，PMI 生产指数 53.9%、较上月上升 2 个百分点，变化幅度低于可比年份均值的 2.6 个百分点，或缘于“就地”过年对生产干扰小于以往同期。3 月，PMI 采购量指标上升 1.5 个百分点、PMI 原材料库存上升 0.7 个百分点到 48.4%，而产成品库存下降 1.3 个百分点至 46.7%，反映生产活动仍在改善；但生产经营活动预期指数较上月回落 0.7 个百分点。

需求指标季节性回升，外需回升略高于内需、出口新订单重回景气扩张区间。3 月，PMI 新订单指数 53.6%、较上月抬升 2.1 个百分点，变化幅度与可比年份均值 2 个百分点大体相当；新出口订单 51.2%、重回景气扩张区间，较前值抬升 2.4 个百分点；在手订单小幅回升 0.5 个百分点至 46.6%。主要行业新出口订单来看，上游化学原料，中游设备制造和电气机械，及下游纺织服装等，改善较为明显。

● **建筑业和服务业指数均显著改善，或缘于投资项目开工、线下活动加快修复等非制造业 PMI 显著超季节性回升，建筑业和服务业均改善。**3 月，非制造业商务活动 56.3%、较前值回升 4.9 个百分点，高于可比年份均值的 0.6 个百分点。主要行业来看，建筑业 PMI 为 62.3%、较前值回升 7.6 百分点，服务业 PMI 55.2%、较前值上升 4.4 个百分点；其中，受益于线下活动逐步修复，住宿餐饮和交通运输进一步修复，生产资料批发、租赁及商务服务和物流等行业景气回到扩张区间。

重申观点：理性看待年初数据，国内经济高点或已现、结构分化会加大。基数因素等影响下，年初的经济数据包含较多“噪音”，指标层面的“过热”或“过冷”，均不宜过度解读。政策“退潮”下，基建、房地产投资已依次见顶，制造业结构性亮点大于整体表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。经济见顶、“紧信用”、“宽货币”的宏观环境，对利率债的利好支撑正逐步显现。

● **风险提示：**宏观经济或政策出现明显变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-四月流动性展望》-2021.3.28

《宏观经济专题-低价券，今时不同往日》-2021.3.22

《宏观经济专题-利率债左侧买点已现》-2021.3.21

目 录

1、制造业 PMI 指数季节性回升，出口带动中小企业景气扩张.....	3
2、产、需指标均回升，生产经营预期回落，出口景气回归扩张.....	4
3、建筑业和服务业显著改善，或缘于开工、线下活动修复等.....	5
4、风险提示	6

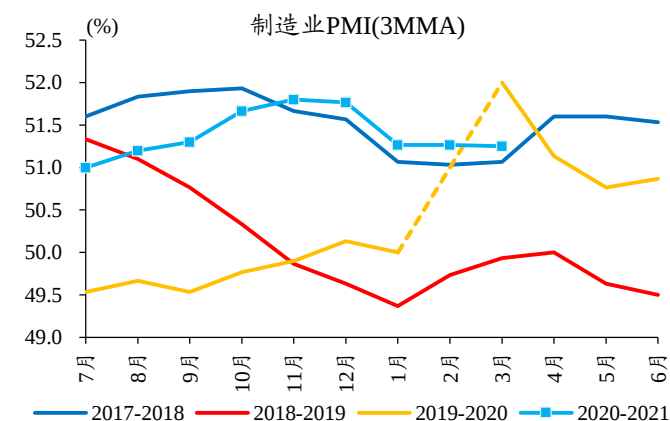
图表目录

图 1：制造业 PMI 指数季节性回升	3
图 2：根据可比年份数据，PMI 回升并未超季节性	3
图 3：小型企业景气度恢复至荣枯线以上	3
图 4：中小型企业新出口订单指数不同程度回升	3
图 5：生产景气程度仍处于高位	4
图 6：大型企业和中小型企业生产经营预期指数分化	4
图 7：需求指标季节性回升、外需回升略高于内需	4
图 8：需求指标未出现明显超季节性	4
图 9：非制造业 PMI 明显超季节性回升	5
图 10：建筑业 PMI 指数明显改善	5
图 11：服务业 PMI 明显改善	5
图 12：服务业业务活动预期指数有所回落	5

1、制造业 PMI 指数季节性回升，出口带动中小企业景气扩张

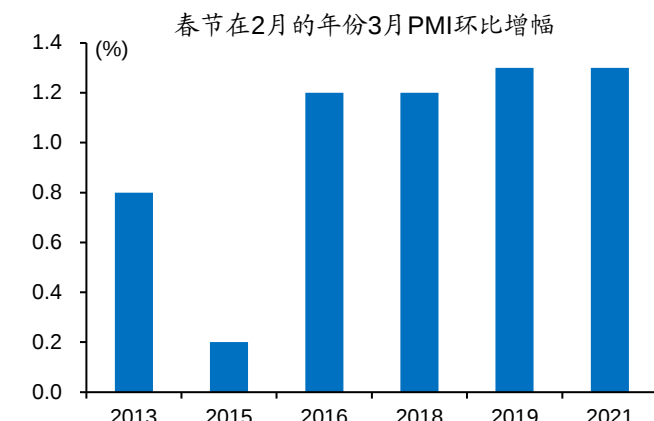
制造业 PMI 指数季节性回升，出口链景气相对较高。3 月，制造业 PMI 指数录得 51.9%，较上月回升 1.3 个百分点；春节因素干扰使得 2 月 PMI 偏低，3 月 PMI 回升幅度基本符合近年来经验规律，2016 年以来春节在 2 月对应 3 月 PMI 回升幅度为 1.2-1.3 个百分点。主要行业来看，专用设备、电气机械、计算机通信电子、化纤橡胶、纺织服装等与出口紧密相关行业，景气较高、PMI 指数上升较快。

图1：制造业 PMI 指数季节性回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

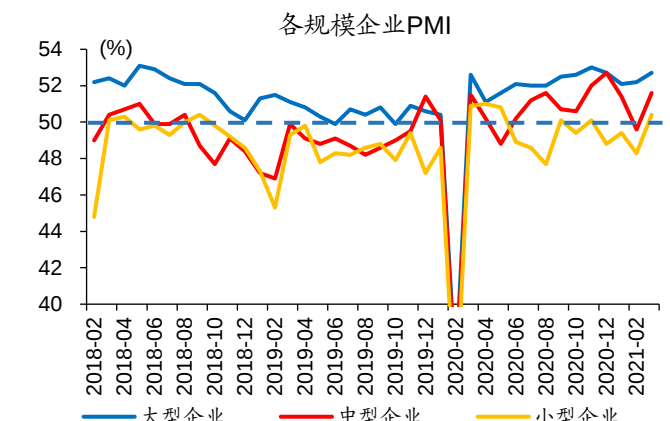
图2：根据可比年份数据，PMI 回升并未超季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

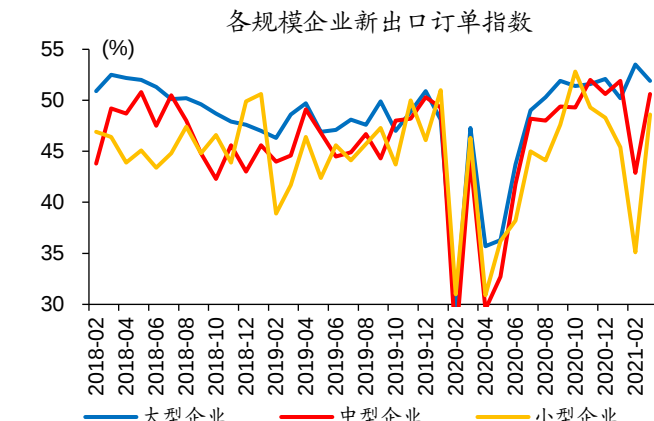
不同规模企业景气分化有所收敛，中、小型企业指数重回景气扩张区间。3 月，大、中、小型企业 PMI 指数，分别较上月回升 0.5、2、2.1 个百分点；其中，中、小型企业指数重回景气扩张区间。中小企业景气或受出口提振，3 月 PMI 新出口订单，大型企业回落 1.6 个百分点，而中、小型企业分别回升 7.7 和 13.5 个百分点；类似地，大型企业生产经营预期明显回落，而中、小型企业不同程度回升。

图3：小型企业景气度恢复至荣枯线以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：中小型企业新出口订单指数不同程度回升

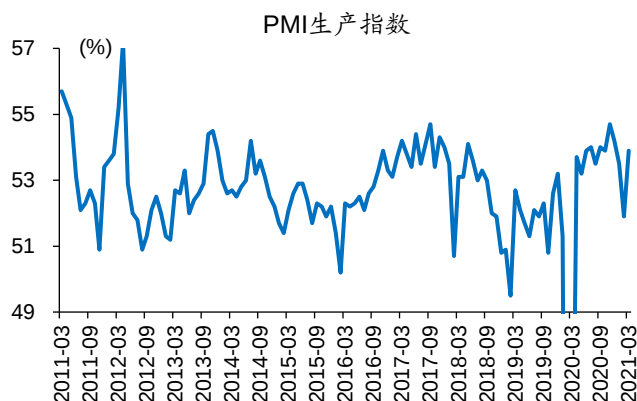


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、产、需指标均回升，生产经营预期回落，出口景气回归扩张

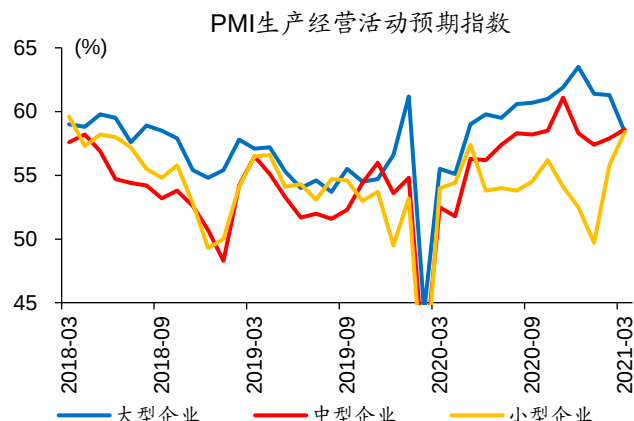
生产景气仍处高位，生产经营活动预期回落。3月，PMI生产指数53.9%、较上月上升2个百分点，变化幅度低于可比年份均值的2.6个百分点，或缘于“就地”过年对生产干扰小于以往同期。3月，PMI采购量指标上升1.5个百分点、PMI原材料库存上升0.7个百分点到48.4%，而产成品库存下降1.3个百分点至46.7%，反映生产活动仍在改善；但生产经营活动预期指数较上月回落0.7个百分点。

图5：生产景气程度仍处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

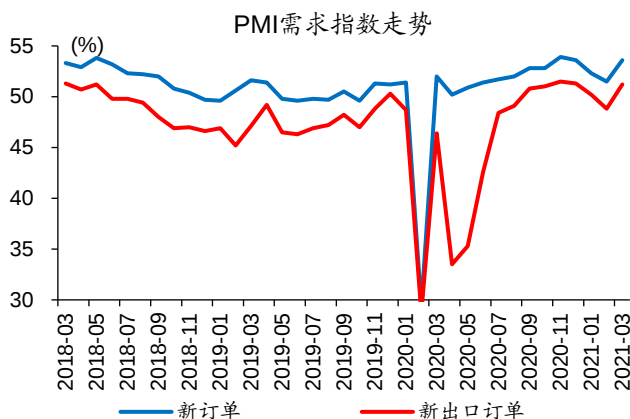
图6：大型企业和中小型企业生产经营预期指数分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

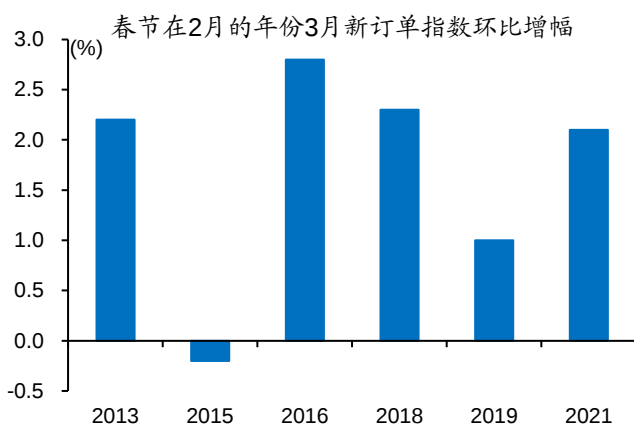
需求指标季节性回升，外需回升略高于内需、出口新订单重回景气扩张区间。3月，PMI新订单指数53.6%、较上月抬升2.1个百分点，变化幅度与可比年份均值2个百分点大体相当；新出口订单51.2%、重回景气扩张区间，较前值抬升2.4个百分点；在手订单小幅回升0.5个百分点至46.6%。主要行业新出口订单来看，上游化学原料，中游设备制造和电气机械，及下游纺织服装等，改善较为明显。

图7：需求指标季节性回升、外需回升略高于内需



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：需求指标未出现明显超季节性

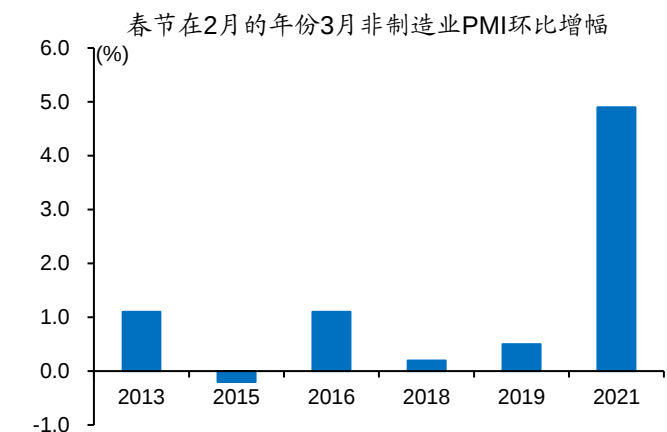


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、建筑业和服务业显著改善，或缘于开工、线下活动修复等

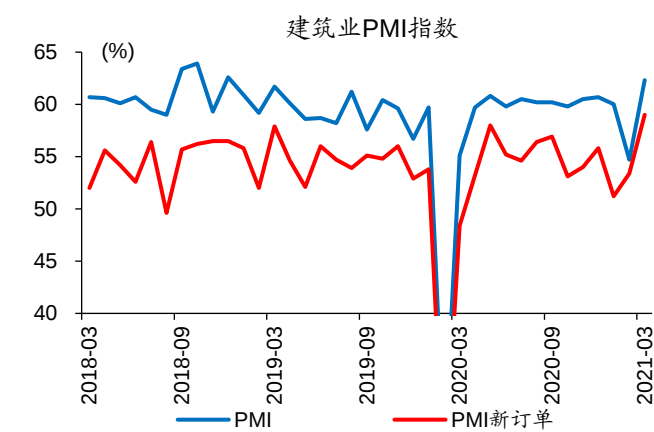
非制造业 PMI 超季节性回升，建筑业明显改善，新订单指数大幅走高，高景气有望延续。3 月，非制造业商务活动指数为 56.3%，较上月上升 4.9 个百分点，高于可比年份均值的 0.6 个百分点，表明非制造业扩张有所加快。建筑业 PMI 为 62.3%，较前值回升 7.6 个百分点，可比年份均值为 2.8%；建筑业 PMI 新订单指数为 59、较前值回升 5.6 个百分点，高景气度有望延续。

图9：非制造业 PMI 明显超季节性回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

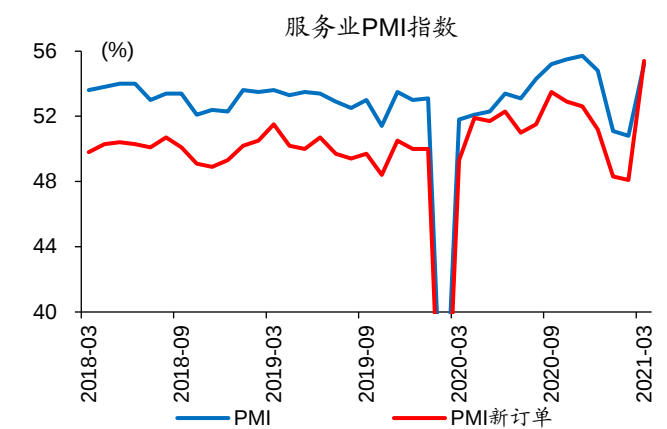
图10：建筑业 PMI 指数明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

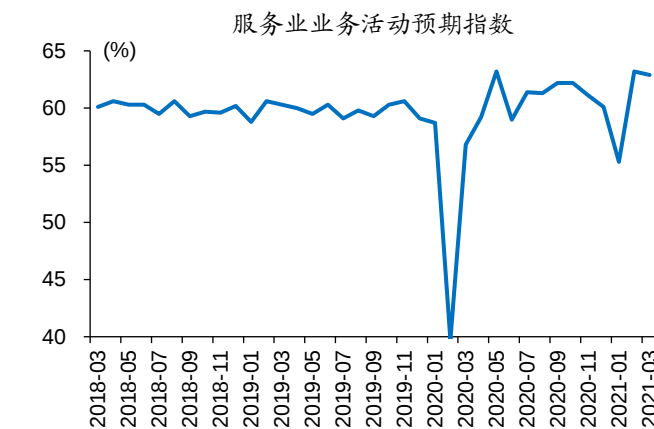
服务业 PMI 继续改善，但经营活动预期有所分化。服务业 PMI 为 55.2%，较上月上升 4.4 个百分点，高于可比年份均值的 0.27 个百分点。分行业来看，受益于线下活动逐渐修复，住宿餐饮业和交通运输业进一步修复，经营活动指数分别抬升 7.3 个百分点和 6.5 个百分点至 57.4%和 58.1%；生产资料批发、租赁及商务服务业和物流业经营活动指数抬升超 15 个百分点，重回景气扩张区间。但值得注意的是，消费性服务业和生产性服务业经营活动预期分化，消费性服务业经营活动预期继续上行至 62.7%，生产性服务业经营活动预期则下降 2.2 个百分点。

图11：服务业 PMI 明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：服务业业务活动预期指数有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：理性看待年初数据，国内经济高点或已现、结构分化会加大。基数因素等影响下，年初的经济数据包含较多“噪音”，指标层面的“过热”或“过冷”，均不宜过度解读。政策“退潮”下，基建、房地产投资已依次见顶，制造业结构性亮点大于整体表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。经济见顶、“紧信用”、“宽货币”的宏观环境，对利率债的利好支撑正逐步显现。

4、风险提示

宏观经济或政策出现明显变化。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18645

